

Marchés et instruments financiers

Tout le catalogue sur
www.dunod.com



ÉDITEUR DE SAVOIRS

MANAGEMENT SUP

Jérémy MORVAN

Marchés et instruments financiers

- ▶ Définitions
- ▶ Exemples concrets de calculs
- ▶ Stratégies d'investissement

3^e édition

DUNOD

Maquette de couverture : Hokus Pokus Mise en page : Belle Page

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2017

11, rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com

ISBN 978-2-10-075933-0

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Table des matières

Introduction	1
1 Les marchés financiers	3
Section 1 Présentation	4
Section 2 Fonctionnement des marchés financiers	10
Section 3 Principaux repères historiques	17
2 Le marché monétaire	39
Section 1 Présentation	40
Section 2 Évaluation des produits de taux	49
Section 3 Les instruments du marché monétaire	55
3 Le marché obligataire	59
Section 1 Présentation	60
Section 2 Évaluation et gestion des risques	72
Section 3 Les instruments du marché obligataire	77
4 Le marché des actions	87
Section 1 Présentation	88
Section 2 Les opérations sur titres de capital	93

Section 3	L'évaluation des actions	103
Section 4	Les actions sur les marchés financiers	109
5	La gestion collective	121
Section 1	Présentation	122
Section 2	Classification AMF des OPC à vocation générale	130
Section 3	Les autres fonds	134
6	Les instruments dérivés : les contrats à terme	145
Section 1	Présentation	146
Section 2	Gestion des risques	150
7	Les instruments dérivés : les options	157
Section 1	Présentation	158
Section 2	Évaluation d'une option	161
Section 3	Gestion des risques : les Grecs	165
Section 4	Les stratégies sur options	168
	Conclusion	175
	Bibliographie	177
	Index	181

Introduction

Les vingt dernières années ont été tumultueuses sur les marchés financiers. Les bulles et les krachs en constituent semble-t-il le régime ordinaire. Le secteur financier traverse de profondes évolutions et est soumis à des questions destinées à réduire les conséquences économiques de plus en plus dommageables de certaines activités et innovations financières.

Face à l'étendue et à la densité de l'industrie financière, il est utile de proposer une vue générale sur les principaux instruments financiers qui en présente à la fois les caractéristiques juridiques et financières et les conditions de leur utilisation, compte tenu du contexte économique et financier et des opportunités d'investissement. En effet, une des sources de l'innovation financière est l'adaptation de l'offre à des demandes de plus en plus variées, à la recherche d'une performance inscrite dans des anticipations de tendances données avec un profil de risque, si ce n'est maîtrisé, au moins évalué. Cet ouvrage sera ainsi, autant que faire se peut, enrichi de références aux expériences des opérateurs financiers, notamment lors des périodes volatiles que connaissent régulièrement les marchés financiers.

Pour rendre compte de la diversité des instruments financiers, l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier pose la définition suivante des valeurs mobilières :

Marchés et instruments financiers

- Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.
- Les titres financiers sont :
 - les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
 - les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
 - les parts ou actions d'organismes de placement collectif.
- Les contrats financiers, également dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret.

Pour faire face à une innovation financière permanente, le législateur pose volontairement des définitions génériques. Toutefois, à travers celles-ci sont posées les grandes lignes de cet ouvrage :

- Le premier chapitre est consacré à une présentation générale des marchés financiers, décrivant les principaux mécanismes qui assurent la confrontation de l'offre et de la demande.
- Le deuxième chapitre présente le marché monétaire, notamment le compartiment interbancaire dont l'importance a été mise en lumière lors de la crise de 2008.
- Le troisième chapitre aborde le marché obligataire sur lequel les émetteurs trouvent un financement par endettement.
- Le quatrième chapitre est consacré aux marchés d'actions où se négocient les titres de propriété et le contrôle des entreprises.
- Le cinquième chapitre concerne les fonds de placement. Ils ne constituent pas au sens strict un marché financier. Toutefois, leur importance croît régulièrement : ils collectent de plus en plus d'épargne et ils représentent des véhicules de placement diversifiés pour les investisseurs institutionnels.
- Enfin, les sixième et septième chapitres sont consacrés aux instruments dérivés que sont respectivement les contrats à terme et les options et *warrants*.

Cette troisième édition présente les principales évolutions vues sur les marchés financiers au cours de la période 2009-2016. Ainsi, sont notamment abordés les CDS et la crise de la dette souveraine de la zone euro.

Chapitre

1

Les marchés financiers

OBJECTIFS

- Appréhender dans une première approche le fonctionnement des marchés, et notamment les acteurs et les principaux rouages qui permettent la réalisation des échanges.
- Souligner, dans une perspective historique (principales crises financières du xx^e siècle), les caractéristiques récurrentes des comportements des acteurs et fixer les principales références qui demeurent dans l'esprit des opérateurs.

SOMMAIRE

SECTION 1 Présentation

SECTION 2 Fonctionnement des marchés financiers

SECTION 3 Principaux repères historiques

Pour assurer la confrontation de l'offre et de la demande de financement, les marchés financiers ont atteint un haut niveau de sophistication. Leur fonctionnement global est défini à travers différents mécanismes de cotation dont l'objectif est de fluidifier les échanges. Leur importance croissante dans l'histoire récente est également soulignée à travers les principales crises financières des xx^e et xxi^e siècles qui constituent des points de référence pour les opérateurs.

Section 1 PRÉSENTATION

Les marchés financiers sont multiples. Les principaux sont abordés avant de faire le lien entre la finance d'entreprise et la finance de marché.

1 Définition

Il n'existe pas un marché financier mais des marchés financiers. Ils constituent un ensemble de marchés où s'organise la confrontation de l'offre et de la demande de financements sur différents supports.

1.1 Les marchés financiers

La pluralité des marchés marque la diversité des instruments financiers. Ceux-ci sont communément regroupés en classes d'actifs qui présentent trois caractéristiques (Mongars et Marchal-Dombrat, 2006) :

- Une caractéristique de performance : à long terme, une classe d'actifs génère une performance supérieure à celle de l'actif sans risque, le plus souvent une obligation souveraine. Elle offre ainsi une rémunération en excès du taux sans risque compte tenu d'un supplément de risque.
- Une caractéristique de diversification : une classe d'actifs présente une corrélation négative ou faible avec les autres classes d'actifs. Elle contribue ainsi à la diversification d'un portefeuille de valeurs mobilières et permet d'optimiser le couple rentabilité-risque.
- Une caractéristique de non-réplication : une classe d'actifs ne peut être reproduite par la combinaison linéaire et stable d'autres actifs.

Elle présente un couple rentabilité-risque et un comportement spécifiques sur les marchés financiers.

Chaque classe d'actifs est cotée sur un marché différent. Le marché monétaire regroupe les solutions de financement à court terme sur supports de dettes. Il est généralement peu évoqué par les médias. Pourtant, le compartiment interbancaire qui l'anime a une importance de premier ordre dans l'économie car il fixe le « loyer de l'argent » et donc les conditions de crédit à court terme des entreprises et des ménages. Le marché obligataire regroupe les solutions de financement à moyen et long terme sur supports de dettes. Il est le marché le plus actif où s'échangent les plus grands volumes financiers dans le monde grâce à la présence de la dette souveraine. Il est de plus en plus fréquent de concevoir ces deux premiers marchés comme un marché unique, le marché des titres de créance ou marché du crédit, la distinction ne s'opérant que sur la différence d'échéance : court terme pour le marché monétaire (durée inférieure à deux ans), moyen et long terme pour le marché obligataire (durée supérieure à deux ans). Le marché des actions est sans doute le marché le plus connu car les grands investisseurs s'y disputent le contrôle des entreprises. Le marché de la gestion collective n'est pas *stricto sensu* un marché financier. C'est un marché connexe qui est toutefois de plus en plus intégré aux marchés financiers (*trackers*). Enfin, les marchés des dérivés ferment la marche. Leur importance est croissante avec le développement des opérations de spéculation et de couverture avec effet de levier.

1.2 Typologie des marchés

Si les marchés peuvent être distingués par instruments, ils peuvent également se considérer en référence aux acteurs impliqués dans l'échange des titres. Le marché primaire est le marché du neuf ou de l'émission. L'émetteur (une personne morale : une entreprise, un État, un fonds) crée un titre, pouvant conférer différents droits au porteur, et reçoit en contrepartie un financement. Le marché secondaire est le marché de l'occasion. Le titre peut se renégocier en passant de mains en mains. C'est sur le marché secondaire qu'est déterminée la liquidité d'un titre.

Les marchés financiers se distinguent également par l'organisation des échanges. Les marchés au comptant (*spot*) désignent les marchés pour lesquels les opérations d'achat et de vente donnent lieu à un dénouement rapide (règlement en numéraire et livraison des actifs à j+3 par exemple pour les obligations). Sont concernés les titres de créance négociables, les obligations, les actions et les parts ou actions de fonds. Les stratégies

possibles sur les marchés au comptant sont limitées. En effet, en cas d'anticipation à la hausse des cours d'un titre, les investisseurs peuvent acheter des titres (position « longue ») dans l'espoir d'une revente à un cours plus élevé (plus-value). Toutefois, dans le cas d'une anticipation à la baisse, les investisseurs ne peuvent que vendre pour éviter les pertes. Il est donc impossible de tirer profit d'une baisse des cours. À l'inverse, les marchés dérivés désignent les marchés pour lesquels les opérations de règlement et de livraison d'actifs sont différées. Sont concernés les marchés à terme et le marché des options qui portent souvent sur des sous-jacents cotés sur les marchés au comptant. Dans la mesure où la livraison des actifs est décalée dans le temps, les stratégies possibles sur les marchés dérivés sont plus importantes : il est possible de tirer profit d'une hausse, d'une baisse du marché ou d'une stabilité des cours.



Focus

Comment tirer profit d'une baisse des cours ?

Les opérateurs peuvent tirer profit d'une baisse des cours en décalant vente d'un instrument au prix courant et livraison à une date ultérieure. Par exemple, un opérateur fait la promesse de vendre un titre (position courte) le 10 du mois à un prix fixé de 20 €. À l'échéance de l'opération le 30 du mois, alors que le cours est de 15 €, il achète au comptant le titre (15 €) pour le revendre immédiatement au prix convenu de 20 €. Il gagne ainsi 5 € en pariant sur la baisse du cours. Sur le marché d'actions de NYSE-Euronext, le service de règlement différé (SRD) est un mécanisme de marché permettant aux opérateurs de différer à la fin du mois boursier le règlement et la livraison de leurs positions sur les marchés au comptant. Ce mécanisme est proche de celui des marchés à terme. Ce système remplace depuis 2000 le règlement mensuel (RM). Toutefois, seules les valeurs les plus liquides sont éligibles à ce dispositif. De plus, le SRD est payant, à la différence du RM.

Le prêt de titres est également un mécanisme qui permet de tirer profit d'une baisse d'un titre. En effet, le prêt de titres est une opération temporaire de gré à gré consistant en la livraison d'une quantité d'instruments financiers, non susceptibles de faire l'objet d'une rémunération (versement de dividende, détachement d'un coupon) ou d'un amortissement lors de l'opération, en contrepartie d'une rémunération sous forme d'intérêts. À échéance du prêt, les titres sont restitués par l'emprunteur au prix fixé contractuellement.

Enfin, il est possible de considérer les marchés financiers selon leur degré d'organisation. Les marchés réglementés sont des marchés où les acteurs, soumis à une réglementation destinée à faciliter et à sécuriser les échanges, négocient des instruments financiers dont les caractéristiques sont standardisées. Les prix sont publics et la liquidité est relativement importante. Les échanges sont assurés par une chambre de compensation (*clearing house*).

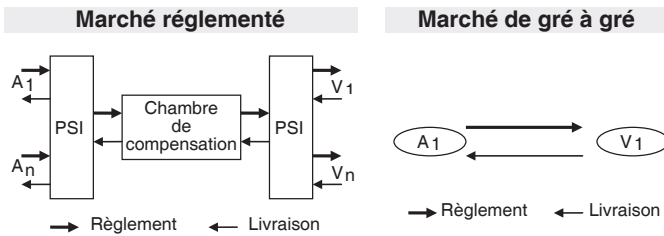


Figure 1.1 – Marchés réglementés et marchés de gré à gré

Les marchés réglementés sont organisés pour assurer la liquidité des titres et la sécurité des échanges. Ils sont construits autour d'un nombre réduit d'acteurs. Une entreprise de marché organise les relations entre des prestataires de services d'investissement (PSI). Agréés par les autorités de marché, ils sont chargés de collecter les ordres d'achat (A) et de vente (V) des opérateurs :

- les courtiers (*brokers*) opèrent pour compte de tiers. Ils sont de simples intermédiaires et ne prennent pas de position sur les marchés. Ils se rémunèrent sur le nombre de transactions réalisées à travers des commissions.
- les teneurs de marché (*dealers*) opèrent pour compte propre.

Les PSI peuvent être à la fois courtiers et teneurs de marché à la condition que ces deux rôles soient strictement distingués par une « muraille de Chine » (*China wall*) pour éviter les conflits d'intérêts. Les PSI adressent les ordres à une chambre de compensation qui est un mécanisme de marché géré par un établissement de crédit (LCH Clearnet pour NYSE-Euronext en France par exemple) dont la mission est d'assurer le dénouement des transactions, c'est-à-dire le règlement et la livraison des actifs négociés. La chambre de compensation assure ainsi la bonne fin des échanges entre des investisseurs qui n'ont pas de relations directes et ne se reconnaissent pas. À côté, les marchés de gré à gré (ou OTC pour *Over The Counter*) sont des marchés où la

négociation peut être déclinée sur-mesure (quantité de titres, devises utilisées, délais, échéances, etc.). Les prix ne sont pas diffusés et la liquidité est généralement plus restreinte. Les échanges sont négociés directement par les contreparties, qui se connaissent donc, afin d'assurer le bon déroulement des opérations de règlement-livraison. Toutefois, il est erroné de considérer que les marchés de gré à gré ne sont pas encadrés. En effet, la réglementation comptable et financière s'applique à chacune des contreparties. Des conventions-cadres ont également été adoptées pour faciliter les échanges. Elles sont fournies par différentes autorités : ce sont par exemple le contrat-cadre de la Banque de France sur les opérations de pension livrée, le contrat standard ISDA sur CDS ou la convention de globalisation et de compensation AFTI sur les prêts de titres.

2 Les finances

Il est encore courant de considérer à part, voire même d'opposer, finance d'entreprise et finance de marché. Pourtant, elles sont largement issues des mêmes champs théoriques. La différence réside ailleurs.

La finance d'entreprise adopte le plus souvent le point de vue de l'émetteur, du côté de la demande de financements sur le marché primaire : la question se pose alors en termes de coût de la ressource financière et de contrôle du projet. À l'inverse, la finance de marché adopte le point de vue de l'opérateur financier, du côté de l'offre de financement sur le marché primaire : la question se pose alors en termes de rentabilité et de risque. La convergence des deux approches financières est l'expression d'un souci de plus en plus constant des émetteurs de répondre aux préoccupations des porteurs tout en finançant leurs projets au meilleur coût et de leur volonté de diversifier les portefeuilles à partir d'une diversité d'instruments financiers aux profils de rentabilité et de risque variés.

La finance de marché peut également être vue comme l'extension de la finance d'entreprise : quand une firme a épuisé ses possibilités de financement hors marché (auprès des actionnaires comme des établissements financiers), elle peut émettre des titres sur les marchés financiers qui offrent une profondeur, c'est-à-dire une capacité de financement, dans la pratique très importante, si ce n'est, dans la théo-

rie, illimitée. Le bilan d'une entreprise peut ainsi être connecté de multiples manières aux marchés financiers.

- Le haut de bilan est constitué des immobilisations financières et des ressources financières apportées sous forme de titres de capital ou de titres de dette.
 - À l'actif : l'entreprise peut prendre des positions sur les marchés d'actions et d'obligations. Ainsi, les prises de participation dans le capital et les détentions de filiales sont enregistrées comme des immobilisations financières. Ces opérations sur titres de capital ou titres de dette sont des investissements à long terme. Elles sont réalisées dans le cadre d'une politique industrielle, commerciale et financière qui peut être la recherche de la diversification du portefeuille d'activités, de la concentration par rachats de concurrents à des fins de réduction de la pression concurrentielle, ou d'intégration par rachats de fournisseurs (en amont de la chaîne de valeur) ou de clients (en aval de la chaîne de valeur) qui permet de contrôler la filière de production. Dans le cas de titres de capital, l'entreprise cherche à exercer une influence sur l'émetteur (activisme actionnarial) par l'exercice de droit de vote et/ou par la nomination d'administrateurs.
 - Au passif : la firme propose sur les marchés financiers des titres destinés à financer son activité. L'ingénierie financière affine sans cesse la structure financière des firmes qui peut comprendre un continuum de titres oscillant de l'action à la dette : ce sont les actions ordinaires, les actions préférentielles ou les dettes subordonnées. Le haut de bilan comprend également comme ressources les emprunts obligataires à long terme pouvant être couplés à l'émission d'autres instruments financiers.
- Le bas de bilan est constitué des titres en portefeuille et des ressources financières à court terme.
 - À l'actif : pour placer ses excédents de trésorerie, l'entreprise peut gérer un portefeuille de valeurs mobilières de placement. L'entreprise cherche à en tirer profit rapidement, typiquement dans une perspective temporelle inférieure à un an. L'objectif est ainsi de réaliser un gain à court terme sans volonté, dans le cas des titres de capital, d'exercer une influence sur l'émetteur.
 - Au passif : pour financer ses besoins de trésorerie, l'entreprise peut émettre des titres de dette à court terme. Ce sont les titres de créance négociables (TCN). À la différence des titres obligataires,

l'émission des TCN n'est pas soumise à l'approbation préalable des actionnaires.

- Enfin, le hors-bilan est constitué des engagements donnés et reçus, fermes ou optionnels.
 - À l'actif : l'entreprise comptabilise les engagements reçus, c'est-à-dire les promesses de recevoir d'une contrepartie un flux financier. Ces instruments sont des dérivés cotés sur les marchés à terme (contrats à terme, swaps) ou optionnels (options vanille, options exotiques). Ils peuvent servir à des fins de couverture contre une évolution défavorable d'un instrument financier ou à des fins de spéculation, sans contrepartie sur les marchés financiers au comptant ou sur le marché des biens et des services.
 - Au passif : l'entreprise enregistre les engagements donnés, c'est-à-dire les promesses de verser à une contrepartie un flux financier dans le cadre d'une couverture contre une évolution défavorable d'un instrument financier ou une stratégie spéculative.

Section 2 FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

Le fonctionnement des marchés financiers repose sur l'exécution d'achats et de ventes de titres. Nous verrons donc les modalités de cotation, l'identification des valeurs et les ordres de Bourse.

1 Liquidité et modes de cotation

Les marchés financiers offrent à la fois une évaluation du prix des instruments financiers mais également une liquidité permettant aux opérateurs d'acheter ou de vendre les valeurs cotées. Le mode de cotation des instruments financiers est alors le reflet de leurs niveaux respectifs de liquidité.

1.1 La liquidité

La liquidité est déterminée par le nombre de titres échangés lors des séances de négociation.